



# VU Research Portal

## Coronaobligaties als collectieve verzekering tegen Covid-19

den Butter, Frank

2020

### **document version**

Publisher's PDF, also known as Version of record

[Link to publication in VU Research Portal](#)

### **citation for published version (APA)**

den Butter, F. (null). (2020). Coronaobligaties als collectieve verzekering tegen Covid-19., me judice.  
<https://www.mejudice.nl/artikelen/detail/coronaobligaties-als-collectieve-verzekering-tegen-covid19>

### **General rights**

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal ?

### **Take down policy**

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

### **E-mail address:**

[vuresearchportal.ub@vu.nl](mailto:vuresearchportal.ub@vu.nl)

# Coronaobligaties als collectieve verzekering tegen Covid-19

Frank den Butter

Nederland, en meer in het bijzonder minister Hoekstra, heeft zich de woede van Italië en Spanje op de hals gehaald door te weinig solidariteit met deze beide ernstig door de coronacrisis getroffen landen te tonen. Daarbij werd niet aan de wensen van deze landen voldaan voor onvoorwaardelijke financiering van in de crisis gemaakte schulden. De Amsterdamse hoogleraar Frank den Butter geeft aan hoe met door de EU gegarandeerde coronaobligaties solidariteit en prudente schuldfinanciering in deze crisis kunnen samengaan.

## Monetaire unie zonder politieke unie

Volgens de klassieke ('ordoliberalen') Krönungstheorie is economische en monetaire integratie binnen Europa onhoudbaar zonder politieke unie: monetaire eenwording moet de kroon zijn op de politieke unie: deze volgorde is cruciaal. Dit gedachtegoed werd echter verlaten bij het verdrag van Maastricht na afspraken die Mitterrand en Kohl in juni 1988 in Evian hadden gemaakt (Segers, 2013; WRR, 2018, blz. 144). Mitterrand had de Duitsers de volledige vrijmaking van het kapitaalverkeer gegund in ruil voor Duitse steun bij de vorming van de EMU. De monetaire unie kon nu niet langer worden opgehouden met het argument dat eerst een politieke unie nodig was. Het betekende een politisering van de institutionele vormgeving van de EMU waarbij nu ineens veel meer deskundigen bij betrokken waren dan uitsluitend de monetaire technocraten. Een belangrijke vervolgstap werd op 23 februari 2013 door voormalig president van de Europese Raad Van Rompuy gezet tijdens een voordracht in de City van Londen. Van Rompuy deed indertijd niets minder dan de gedachte van een Europese politieke unie ten grave dragen. Vanuit historisch perspectief is dat een cruciale stap, zij het dat de draagwijdte van wat Van Rompuy verkondigde vanwege zijn ingetogen manier van presenteren lang niet tot iedereen doordrong (Den Butter en Segers, 2015).

De 3% en 60% normen voor begrotingstekort en schuldquote uit het verdrag van Maastricht en het Stabieliteits- en Groei Pact (SGP) bleken moeilijk te handhaven: zelfs Frankrijk en Duitsland konden zich er in 2003 niet aan houden.

Nu is volgens de oorspronkelijke opzet en inrichting van de EMU een politieke unie geen noodzakelijke voorwaarde is voor het succes van de euro als gemeenschappelijke munt. Ook heden ten dage moet nog bij herinrichting van de Europese Unie ermee worden gerekend dat het hier juist om een zorgvuldig afgewogen mengeling van het intergouvernementele en het federalistische gedachtegoed gaat (Den Butter en Segers, 2014). Het betekent wel dat bij de inrichting van de Europese instituties de politieke argumenten en emoties naast de economisch en technocratische ratio een steeds grotere rol zijn gaan spelen. Dit ligt aan de basis van het gebrek aan vertrouwen dat altijd tussen de Europese partners sluimerend aanwezig is geweest, maar nu tijdens de coronacrisis in het felle licht van het politieke debat is komen te staan (Segers, 2020). Deze koers tussen wat politiek en economisch wenselijk is vergt veel stuurmanskunst. Stuurmanskunst waar het in het recente conflict tussen Nederland, Italië en Spanje aan heeft ontbroken.

## Begrotingsdiscipline

In een Europese monetaire unie zonder politieke unie geldt een zelfde trilemma als Dani Rodrik in 2011 in zijn boek "The Globalization Paradox" signaleerde: een vaste wisselkoers, diversiteit in begrotingsbeleid en geliberaliseerde kapitaalmarkten gaan moeilijk samen. Dat werd overigens al in 1956 door de voormalige president van De Nederlandsche Bank, Holtrop, opgemerkt tijdens een lezing voor de Nederlandse kamer van Koophandel voor België en Luxemburg. Holtrop wees erop

dat vrijheid van kapitaalverkeer in een geïntegreerde gemeenschap tot problemen zou leiden tussen landen met een besparingsoverschot en met een besparingstekort. De rente op geldleningen zou bij vaste wisselkoersen immers lager zijn voor de eerste categorie landen. Holtrop vergeleek het met het openstellen van de voorraadschuur van de mier voor de krekel uit de fabel van La Fontaine (en Aisopos) (zie Segers, 2013, blz. 175; Holtrop, 1972, blz. 272-273). Overigens toonde Holtrop in een lezing een jaar later ook scepsis over de noodzaak van een gemeenschappelijke centrale bank in een verenigd Europa.

Het moeizame samengaan tussen vrij kapitaalverkeer, een gemeenschappelijke munt en gedifferentieerd nationaal begrotingsbeleid heeft in ieder geval tot veel problemen geleid in de beleidscoördinatie in de EU. De 3% en 60% normen voor begrotingstekort en schuldquote uit het verdrag van Maastricht en het Stabiliteits- en Groei Pact (SGP) bleken moeilijk te handhaven: zelfs Frankrijk en Duitsland konden zich er in 2003 niet aan houden. Steeds werden de regels aangepast en versoepeld. Toen de Europese landen na de schuldencrisis niet te veel wilden bezuinigen, gaf de Europese Commissie begin 2015 een nadere toelichting op de regels over 'flexibiliteit' die gehanteerd zouden worden.

Om te zorgen dat de krekel in slechte tijden niet van de voorraadschuur van de mier zou profiteren werd bij de invoering van de euro in het Verdrag van Maastricht de zogeheten no-bail-out clause opgenomen. Deze clause zegt dat landen binnen de eurozone elkaars schulden niet mogen overnemen als landen moeite hebben aan hun schuldverplichtingen te voldoen. Dit zou leiden tot een meer correcte risicopremie op staatsobligaties en daarmee tot een corrigerend mechanisme wanneer schulden oplopen. Maar ook deze no-bail-out clause is sinds de banken- en schuldencrisis met voeten getreden.

#### Economische beleidscoördinatie

Een monetaire unie, waarbij de wisselkoers als beleidsinstrument is vervallen, vereist een goede coördinatie van het economisch beleid tussen de lidstaten (zie bijvoorbeeld Den Butter en Segers, 2015; WRR, 2018, blz. 145). Het gemeenschappelijke monetaire beleid dient om symmetrische schokken, bijvoorbeeld een verandering in de wereldconjunctuur, op te vangen, terwijl asymmetrische – landspecifieke – schokken worden geabsorbeerd door het nationale begrotingsbeleid (binnen de hiertoe gestelde normen) en vooral door het arbeidsmarktbeleid, inclusief regelingen voor sociale zekerheid.

Er zijn twee redenen waarom zo'n beleidscoördinatie in een monetaire unie in de praktijk nog veel moeilijker is dan in theorie (Den Butter en Segers, 2014). Ten eerste is het erg moeilijk om onderscheid te maken tussen de verschillende soorten schokken - vraagschokken versus aanbodschokken; landspecifieke schokken versus regiospecifieke schokken versus branchespecifieke schokken versus bedrijfsspecifieke schokken. Ten tweede is er een identificatieprobleem of schokken afkomstig zijn van de goederenmarkt, van de arbeidsmarkt of van de financiële markten. Dit alles vergt voor het gezamenlijk te voeren beleid, zeker in tijden van economische crises, een goed samenspel tussen technocratische deskundigheid, politieke intuïtie en onderling begrip.

#### Europees noodfonds

Om alle eurolanden in moeilijke tijden buiten hun eigen schuldfinanciering om in financiële middelen te voorzien is in oktober 2012 het European Stability Mechanism (ESM) in werking getreden. Het ESM is het permanente noodfonds van de eurozone. Het ESM kan leningen verstrekken aan lidstaten van de eurozone in financiële nood. Het kapitaal van het ESM bestaat uit een deel gestort en een deel oproepbaar kapitaal van de lidstaten van de eurozone. Vanaf 2014 beschikt het ESM over een totale

leencapaciteit van 500 miljard euro. Daarnaast heeft het IMF aangegeven bereid te zijn om indien nodig tot maximaal 250 miljard euro ter beschikking te stellen aan het ESM. Hiermee is in totaal 750 miljard euro beschikbaar voor het bestrijden van financiële problemen. Wel moet bij steun uit het ESM door het land dat een aanvraag doet, worden onderhandeld over de mogelijke voorwaarden waarbij ook de Europese Commissie, de Europese Centrale Bank (ECB) en eventueel het Internationaal Monetair Fonds betrokken zijn. Hulp uit ESM is dus altijd aan voorwaarden gebonden. Toen in 2015 voor Griekenland vanwege de hoge schuldenlast een Grexit dreigde, kreeg dat land, na veel gedoe, uiteindelijk via het EMS een derde steunpakket, zij het tegen voorwaarden die later zelfs door toenmalig Eurogroep voorzitter Dijsselbloem als te streng zijn beoordeeld.

#### Opties volgens Bruegel

Het EMS speelt een belangrijke rol in de verschillende opties die Europese denktank Bruegel uit Brussel ziet voor de door de coronacrisis getroffen eurolanden om de kosten te financieren die zij maken om de gevolgen van de contactbeperkingen en het ineensinken van de wereldeconomie op te vangen. Claeys en Wolff (2020) zien vier opties: (i) financiering via eigen schulduitgifte met gebruikmaking van de versoepeling van de Europese begrotingsregels en met benutting van de massale steun via opkoping van obligaties door de ECB zodat schuldfinanciering tegen een relatief lage rente kan; (ii) benutting van de kredietfaciliteiten van het EMS in combinatie met de hulp via het opkoopprogramma van de ECB; (iii) oprichting van een speciaal agentschap dat voor alle schuldfinanciering in relatie tot de beleidskosten van de crisis zorgt. Het zou een nieuw agentschap kunnen zijn maar beter is om het ESM met deze faciliteit uit te breiden, omdat deze toch al functioneert. Deze optie zou een onderlinge verdeling tussen de eurolanden van de financieringskosten betekenen. Daarbij moeten, om elk mogelijk stigma te voorkomen, alle eurolanden ontvangers zijn van deze ESM-kredietlijn en mogen er geen voorwaarden zijn. Bovendien zou de omvang van het ESM aanzienlijk moeten worden vergroot, zodat het op grote schaal obligaties kan uitgeven, bijvoorbeeld 1 biljoen euro. Het opgehaalde geld wordt vervolgens aan de lidstaten verdeeld op basis van de ESM-kapitaalsleutels, en het ESM brengt zijn lidstaten een identiek tarief in rekening, namelijk de financieringskosten plus een kleine vergoeding (bij voorkeur kleiner dan de huidige, zodat het financieel voordelig wordt voor de meeste landen). De vierde optie betreft het uitgeven van EU leningen die bij wijze van verzekering goed omschreven kosten van de coronacrisis dekken.

Vanuit de politieke emoties die in een gemeenschappelijke Europese strijd tegen het coronavirus de boventoon voeren, is het van belang dat Nederland zich niet langer verzet tegen uitgifte van coronaobligaties.

Deze beide laatste opties voor de financiering van de kosten van de coronacrisis beschrijven in feite een manier om euro obligaties uit te geven. Opgemerkt zij dat in 2010 Bruegel al een voorstel heeft gedaan voor het uitgeven van euro obligaties voor de schuldfinanciering van de eurolanden (Depla en Von Weizsacker, 2010; zie ook Den Butter, 2010). Deze vorm met blauwe en rode obligaties was echter vooral bedoeld om de financiële markten in te schakelen bij handhaving van de begrotingsdiscipline.

#### Huidige financiering coronacrisis

Om de kosten van de coronacrisis te kunnen financieren vroegen negen eurolanden die het zwaar te verduren hadden, waaronder Italië, Spanje en Frankrijk, het gebruik van het ESM aan. Hierover bereikten de ministers van Financiën op 9 april 2020 een akkoord. Het steunpakket bevat een bedrag van ongeveer 500 miljard euro. Hiervan komt zeker 200 miljard euro uit het ESM, waarbij de gebruikelijke voorwaarden niet zullen gelden als het geld wordt besteed aan medische zorg rondom

het coronavirus. De Europese leiders hebben op 23 april 2020 met dit pakket ingestemd. Aan een fonds voor de langere termijn moet nog invulling worden gegeven.

Toch vormen de anders zo strenge voorwaarden van een bijdrage uit het ESM een reden waarom onder meer Italië en Spanje bezwaar hebben tegen deze vorm van schuldfinanciering. Als alternatief pleitte de Franse president Macron al eind maart 2020 in een open brief, gericht aan EU-president Charles Michel, voor een gezamenlijk schuldinstrument, een coronaobligatie, om de economie van lidstaten te stutten. De brief is mede ondertekend door de leiders van Italië, België, Griekenland, Ierland, Luxemburg, Slovenië, Spanje en Portugal. De EU zou zo'n coronaobligatie moeten uitgeven en dus zelfstandig geld gaan lenen. Christine Lagarde, voorzitter van de ECB, drong bij de EU hierop ook aan. Zij wil dan zulke obligaties opkopen in het kader van de monetaire verruiming.

De rente op deze coronaobligaties zou lager uitkomen voor landen met al een grote staatsschuld, maar wellicht hoger voor landen die veel begrotingsdiscipline hebben getoond. Dit is voor Nederland en Duitsland een bezwaar; daarom hebben zij zich tijdens de Europese raad van 26 maart 2020 tegen de uitgave van dergelijke collectieve Europese obligaties getoond. Daar komt als mogelijk bezwaar bij dat de invoering van deze obligaties zou kunnen leiden tot minder urgentie ten aanzien van het doorvoeren van bezuinigingen en structurele hervormingen in de landen met relatief hoge schulden. Het zou de krekel bevoordelen boven de mier.

#### Solidariteit via coronaobligaties

Volgens mij moet Nederland toch instemmen met de uitgifte van coronaobligaties. Dit kan hepen om een deel van het verloren vertrouwen en de eenheid tussen de eurolanden te herwinnen. Zo'n uitgifte van coronaobligaties zou in het verlengde kunnen liggen van de voorstellen van Bruegel. Essentieel is de politieke wens dat er sprake is van solidariteit tussen de verschillende door de coronacrisis getroffen eurolanden. Maar wat betekent solidariteit in dit verband? De oplossing is de financiering van de kosten van de besmettingsbestrijding als een collectieve verzekering op te vatten. Natuurlijk wel een heel buitengewone verzekering waarbij deze wordt afgesloten nadat het onheil al is geschied. Uit het oogpunt van beleidscoördinatie – het relevante gezichtspunt waarom alle eurolanden hier een gemeenschappelijk belang hebben – is er dan ook sprake van een bijzondere schok. In feite gaat het om een symmetrische schok: immers alle landen zijn er op dezelfde wijze door getroffen. Het virus discrimineert niet. Binnenlands is sprake van vraagrantsoenering en de ingestorte wereldhandel levert vraaguitval op. Monetair beleid helpt echter niet bij deze schok omdat de hele wereld er door is getroffen.

Het alternatief is zo'n collectieve verzekering tegen de coronakosten. Dat biedt bovendien de mogelijkheid van risicosolidariteit waarin de 'verzekeringspremie' voor alle eurolanden even hoog is, maar waar de meest getroffen landen de hoogste uitkering krijgen. Dat lijkt echter in zo'n verzekering achteraf niet mogelijk. Het is immers moeilijk te bepalen welke landen, met hun uiteenlopende manieren van de strijd tegen de besmetting, het meest zijn getroffen. Daarom is hier alleen solidariteit in de bij verzekeringen gebruikelijke vorm van kanssolidariteit op zijn plaats. De 'verzekeringspremie' is voor alle landen gelijk aan hun aandeel in de extra kosten op de Europese begroting die verbonden zijn aan de rente en aflossingen op de uitgegeven coronaobligaties. Zoals in de voorkeursoptie van Bruegel verdeeld op basis van de ESM-kapitaalsleutels. Het idee is de 'verzekeringssuitkering' te financieren met zeer langlopende obligaties. Omdat bij zo'n verzekering achteraf andere verdeelsleutels moeilijk zijn vast te stellen, zou ook voor de uitkering van de verzekering de ESM-verdeelsleutels moeten gelden. Ieder land krijgt dus op deze manier zijn deel van het geleende geld, dat daarmee niet wordt toegevoegd aan de staatsschuld maar op de balans van de EU blijft staan. Voor Nederland is de verdeelsleutel 5,7%: een uitkering bij een totale financiering

van 1 biljoen euro zou dus voor Nederland 57 miljard euro bedragen. Het betekent dat voor alle eurolanden de omvang van de staatsschuld bij deze financiering van de coronakosten niet extra wordt verhoogd, voor zover tenminste de uitgekeerde gelden alle coronakosten zouden dekken. Het betekent ook dat de oorspronkelijke verschillen in de omvang van de staatsschuld blijven bestaan en dat voor de financiering daarvan dezelfde prikkels tot begrotingsdiscipline blijven uitgaan. Het moreel gevaar van verslapping van deze discipline door de collectieve verzekering is daarmee gering.

#### Besluit

Vanuit de politieke emoties die in een gemeenschappelijke Europese strijd tegen het coronavirus de boventoon voeren, is het van belang dat Nederland zich niet langer verzet tegen uitgifte van coronaobligaties. Via een collectieve verzekering achteraf met heldere voorwaarden kan hiermee solidariteit in de strijd worden getoond zonder dat de door ons land vanuit de economische ratio aangevoerde bezwaren zwaar meetellen. Indien de verzekering via coronaobligaties toch enig moreel gevaar voor de begrotingsdiscipline zou betekenen, moeten we bedenken hoe heerlijk het is, wanneer we weer naar mediterrane streken mogen reizen, daar buiten in de warme avondzon het gezang van de krekels te horen.

#### Referenties

Butter, F.A.G. den, 2010, Wat kan de euro nog redden? Euro-obligaties + uittredingsprocedure, Me Judice, jaargang 3, 9 december 2010.

Butter, F.A.G. den, en M.L.L. Segers, 2014, Prospects for an EMU between Federalism and Nationalism, Tinbergen Institute Discussion Paper TI 2014-008/VI.

Butter, F.A.G. den, en M.L.L. Segers, 2015, Begrotingsbeleid en beleidscoördinatie in een EMU zonder politieke unie, Tijdschrift voor Openbare Financiën, 47, nr. 2, blz. 93-102.

Claeys, G. en G. B. Wolff, 2020, COVID-19 Fiscal response: What are the options for the EU Council? Bruegel: 26 03 2020.

Delpla, J. en J. Von Weizsacker, 2010, The blue bond proposal, Bruegel policy brief, 2010/3, May 2010.

Holtrop, M.W., 1972, Money in an Open Economy; Selected Papers on Monetary Policy, Monetary Analysis and Central Banking, Leiden, Stenfert Kroese.

Segers, M.L.L., 2013, Reis naar het Continent; Nederland en de Europese Integratie, 1950 tot Heden, Uitgeverij Bert Bakker.

Segers, M.L.L., 2020, Hoekomen we uit de vertrouwenscrisis? Europa's grote draai, De Groene Amsterdammer 144 (16), 16 april 2020, blz. 18-21.

Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid (WRR), 2018, Europese Variaties, Rapporten aan de Regering nr. 99, Den Haag, WRR.

#### Te citeren als

Frank den Butter, "Coronaobligaties als collectieve verzekering tegen Covid-19", Me Judice, 6 mei 2020.